

# **Influential Article Review - How Families Drive Decisions on Dividends**

**Clay Tran**

**Efan Sutton**

*This paper examines corporate governance. We present insights from a highly influential paper. Here are the highlights from this paper: This study examines the impact of family control on the dividend policy of firms in Pakistan, covering the period from 2009 to 2016. It also investigates whether family control moderates the impact of firm-specific factors on the dividend policy. The GMM model for panel data estimation is used. The mean difference univariate analysis shows that family firms differ from nonfamily firms based on financial characteristics. The multivariate analysis shows that family firms pay lower dividends than nonfamily firms. Besides, firm size inversely affects the dividend policy, whereas tangibility positively affects it. Moreover, family control does not moderate the impact of all firm-specific factors on the dividend policy. Overall, family control, size, and tangibility are found to be the main determinants of the dividend policy in Pakistan. For our overseas readers, we then present the insights from this paper in Spanish, French, Portuguese, and German.*

*Keywords: Family firm, Family ownership, Dividend, Minority shareholder, Expropriation, Agency conflicts*

## **SUMMARY**

- Table 2 reports the summary statistics of the full, family, and nonfamily firms' sample. For the comparison of family and nonfamily firms, we find that: 1) The mean value of both dividend proxies is much higher for nonfamily firms. Thus, family firms pay fewer dividends in Pakistan. 2) The mean value of profitability, Hu et al., and De Cesari. That is, family firms use funds for own benefits and families expropriate the wealth of shareholders through low a dividend payout. The results clearly indicate that family ownership plays a vital role in determining the dividend policy of a firm. Our results validate the agency theory for Pakistan. That is, family firms prefer a lower dividend payout to preserve cash flow that they can potentially expropriate.
- We also investigated whether family control moderates the impact of firm-specific factors on the dividend policy. Models 2 to 7 in Tables 5 and 6 reveal this moderating effect of the family firm with respect to firm size, profitability, M/B, leverage, tangibility, and turnover. The multivariate analysis reported a negative relationship between family ownership and dividends. We thus infer that family firms pay lower amounts of dividends in Pakistan. Moreover, firm size inversely affects the dividend policy, whereas tangibility positively affects it. The results indicate that family control does not moderate the impact of all firm-specific factors on the dividend policy.
- Overall, family control, size, and tangibility were found to be the main determinants of the dividend policy of firms in Pakistan. This study could help lawmakers in establishing policies that protect the

rights of minority shareholders and help firms in devising internal governance mechanisms that reduce the misuse or waste of free cash flow for own benefits.

## HIGHLY INFLUENTIAL ARTICLE

We used the following article as a basis of our evaluation:

Yousaf, I., Ali, S., & Hassan, A. (2019). Effect of family control on corporate dividend policy of firms in Pakistan. *Financial Innovation*, 5(1), 1–13.

This is the link to the publisher's website:

<https://jfin-swufe.springeropen.com/articles/10.1186/s40854-019-0158-9>

## INTRODUCTION

“Corporate governance is a philosophy and mechanism that entails processes and structure which facilitate the creation of shareholder value through management of the corporate affairs in such a way that ensures the protection of the individual and collective interest of all the stakeholders” (Hasan & Butt, 2009, p.50).

Corporate governance only modestly provides a mechanism through which outside investors can protect themselves against expropriation by insiders. It is mostly associated with the presence of agency problems, which can arise when there is a separation of control and ownership in a firm.

The agency issues may exist between managers and owners or between controlling owners and minority shareholders. Notably, owner–manager problems are fewer in family firms, but more prominent between a controlling shareholder and minority shareholders (Jensen & Meckling, 1976). The latter case can be attributed to scenarios wherein controlling shareholders expropriate the wealth of minority shareholders. Extant research on finance also contends that family firms often expropriate the wealth of minority shareholders (De Cesari, 2012). Such firms should then pay more dividends compared with nonfamily firms to overcome agency problems and reduce agency costs. Bozec and Laurin (2008) argue that dividends can be a controlling mechanism in governance to reduce agency costs.

The Pakistan business landscape is dominated by family-owned firms. Around 59% of nonfinancial listed firms can be classified as family-owned firms (Shahab and Attiya, 2012). These family firms are indispensable to the economic growth of Pakistan. Owners of family firms control firms through direct ownership, a pyramid structure, or a crossholding ownership structure. These firms conventionally offer more benefit to family members (majority shareholders).

Some studies find that family firms pay less dividends than nonfamily firms do (Attig et al., 2016; Lukas, 2017; Duygun et al., 2018). Contrariwise, evidence also suggests that family firms pay higher dividends to overcome agency conflicts (Lukas, 2010). So far, there is no conclusive substantiation that resolves these contradictory findings. Our objective herein is to examine the effect of family control on the dividend policy of firms in Pakistan.

Further, previous studies focus on determining the determinants of the dividend policy of firm (Baker and Powell, 2000; Ben et al., 2006; Denis and Osobov, 2008; Ahmed and Javid, 2009; Mehta, 2012; Yousaf and Ismail, 2016; Baker et al. 2019) without segregating the family and non-family firms. Thus, this paper contributes to the strand of literature on the determinants of corporate dividend policy in two ways: first, by accounting for family control; second, by examining the moderating role of family control on ‘the impact of firm-specific factors on the dividend policy’. Some investors give preference to dividend yield over capital gain while designing their portfolios. This study will be helpful for dividend demanding investors in the selection of stocks for portfolios because this study also explores whether family firms pay more dividends or non-family firms. It will also be helpful for policymakers of the family businesses’ dominant country

while designing or restructuring the corporate governance code for family dominant firms to protect the rights of minority shareholders.

Our study is novel for three factors: First, scholars have rarely, if not ever, studied the stated objective in the context of Pakistan. Second, this study contributes to the corpus of literature on dividend policy in firms by focusing on an emerging economy, thus making it relevant to a large group of fast-developing countries in Asia and Africa. Third, it is particularly important to study firm policy dynamics in countries where most firms are family-run.

To examine the impact of family control on the dividend policy of firms in Pakistan, we collect sample data of 103 nonfinancial firms ranging from 2009 to 2016 and subject them to panel data analysis using the generalized method of moments (GMM). The remaining paper is structured as follows: After providing an overview of the extant literature in section 2, we explain the data, variables, and empirical methodology in section 3. In section 4, we present and discuss our findings, and then conclude in section 5.

## **CONCLUSION**

The objective of this study was to examine the effect of family control on the dividend policy of firms in Pakistan. It also investigated whether family control moderates the impact of firm-specific factors on the dividend policy. To this effect, a GMM model was used for panel data estimation.

We found that the mean value of the family firm's dividends is lower than that of nonfamily firms. Thus, family firms pay lesser amounts of dividends to shareholders. The univariate analysis reported a significant difference between family and nonfamily firms regarding firm characteristics such as dividends, size, profitability, growth, leverage, and tangibility. That is, family firms behave differently from nonfamily firms in Pakistan.

The multivariate analysis reported a negative relationship between family ownership and dividends. We thus infer that family firms pay lower amounts of dividends in Pakistan. Moreover, firm size inversely affects the dividend policy, whereas tangibility positively affects it. The results indicate that family control does not moderate the impact of all firm-specific factors (size, profitability, M/B, leverage, and tangibility) on the dividend policy.

Overall, family control, size, and tangibility were found to be the main determinants of the dividend policy of firms in Pakistan. This study could help lawmakers in establishing policies that protect the rights of minority shareholders and help firms in devising internal governance mechanisms that reduce the misuse or waste of free cash flow for own benefits. The lawmakers can also protect the right of minority shareholders by restricting the companies (especially family firms) to pay minimum threshold level of dividend payout to shareholders. Moreover, it also suggests that minority shareholders should invest in non-family firms in Pakistan if they prefer dividend yield over the capital gain in stocks.

This study provides useful implications for investors and policymakers in emerging markets. However, we should acknowledge the few limitations of this study. First, this study only focuses on non-financial firms, instead of focusing on both financial and non-financial firms to examine the impact of family control on dividend policy in Pakistan. Second, this study only focuses on the impact of family control on dividend policy, but it does not estimate the impact of family control on financing and investing decisions of the firms. Third, this study considers all family firms as one group, but some family groups may be different from other family groups in dividend paying behavior. For future research, dividend policy of different big family groups can also be studied to provide in-depth information to investors.

## APPENDIX

**TABLE 1**  
**DISTRIBUTION OF THE FULL SAMPLE BY INDUSTRY**

Industry description	Family firms	Nonfamily firms	Percentage family firms in industry
Personal Goods (Textile)	18	02	90.0
Construction and Materials (Cement)	04	05	44.4
Electricity	01	04	20.0
Travel and Leisure	02	01	66.6
General Industrials	04	01	80.0
Automobile and Parts	05	01	83.3
Food Producers	07	03	70.0
Engineering	01	01	50.0
Forestry (Paper and Board)	02	01	66.6
Chemicals	05	04	55.5
Pharma and Bio Tech	02	04	33.3
Household Goods	02	01	66.6
Fixed Line Telecommunication	01	03	25.0
Tobacco	00	02	0.00
Industrial Transportation	00	01	0.00
Oil and Gas	00	11	0.00
Multiutilities (Gas and water)	00	02	0.00
Electronic and Electrical Goods	00	01	0.00
Software and Computer Services	00	01	0.00
Total	54	49	

**TABLE 2**  
**SUMMARY STATISTICS**

	DIV/TA	DIV/E	SIZE	ROA	M/B	LEV	TANG	TURN
Panel A: Summary statistics for the full sample								
Mean	0.073	0.034	15.563	9.665	19.017	0.136	0.476	0.001
Median	0.012	0.006	15.559	6.380	8.447	0.077	0.474	0.000
Maximum	3.807	1.964	19.666	266.050	151.024	1.073	0.973	0.027
Minimum	-0.070	0.000	8.536	-46.730	- 146.26	0.000	0.001	0.000
Std. Dev.	0.229	0.099	1.744	18.173	94.917	0.168	0.228	0.002
Obs.	824	824	824	824	824	824	824	824
Panel B: Summary statistics for the family firm's sample								
Mean	0.013	0.028	14.907	6.712	6.087	0.151	0.514	0.000
Median	0.000	0.000	14.852	4.260	5.234	0.102	0.516	0.000
Maximum	0.484	1.641	17.852	266.050	98.113	0.988	0.965	0.002
Minimum	0.000	-0.070	8.536	-46.730	- 653.01	0.000	0.007	0.000
Std. Dev.	0.033	0.097	1.469	18.248	41.716	0.150	0.195	0.000
Obs.	432	432	432	432	432	432	432	432
Panel C: Summary statistics for the non-family firm's sample								
Mean	0.057	0.124	16.284	12.913	33.240	0.120	0.434	0.001
Median	0.020	0.051	16.576	10.760	14.964	0.037	0.412	0.000
Maximum	1.964	3.807	19.666	63.720	1501.020	1.073	0.973	0.027
Minimum	0.000	0.000	11.372	-40.910	- 1456.26	0.000	0.001	0.000
Std. Dev.	0.136	0.308	1.739	17.547	129.007	0.185	0.253	0.003
Obs.	392	392	392	392	392	392	392	392

Note: DIV/TA denotes to Dividends/Total Assets; DIV/E denotes to Dividends/Total Equity; ROA denotes to Return on Assets; M/B denotes to market-to-book value of equity; Lev denotes to leverage; Tang denotes to tangibility; and Turn denotes to Turnover

**TABLE 3**  
**CORRELATION MATRIX**

	DIV/TA	DIV/E	SIZE	ROA	M/B	LEV	TANG	TURN
DIV/TA	1							
DIV/E	0.867***	1						
SIZE	0.055	0.056	1					
ROA	0.303***	0.266***	-0.014	1				
M/B	0.125***	0.179***	- 0.003	0.141***	1			
LEV	-0.135***	- 0.096***	0.127***	- 0.324***	- 0.106***	1		
TANG	-0.079**	- 0.090***	0.159***	- 0.248***	- 0.080**	0.568***	1	
TURN	0.188***	0.127***	0.361***	0.296***	0.064*	- 0.052	-0.020	1

Note: DIV/TA denotes to Dividends/Total Assets; DIV/E denotes to Dividends/Total Equity; ROA denotes to Return on Assets; M/B denotes to market-to-book value of equity; Lev denotes to leverage; Tang denotes to tangibility; and Turn denotes to Turnover

\* Significance at the 10% level

\*\* Significance at the 5% level

\*\*\* Significance at the 1% level

**TABLE 4**

## DIFFERENCE OF MEAN TEST FOR FAMILY AND NON-FAMILY FIRMS

	All (1)	Family (2)	Non-Family (3)	t-statistic (2)-(3) (4)
DIV/TA	0.073	0.013	0.057	-6.491***
DIV/E	0.034	0.028	0.124	-6.112***
SIZE	15.563	14.907	16.284	-11.963***
ROA	9.665	6.712	12.913	-4.916***
M/B	19.017	6.087	33.240	-4.138***
LEV	0.136	0.151	0.120	2.694***
TANG	0.476	0.514	0.434	5.224***
TURN	0.001	0.000	0.001	-6.62***

Note: This table provides the results of difference of means tests for key variables between family and nonfamily firms. The sample comprises the 54 family and 49 nonfamily firms and covers 2009 through 2016

\* Significance at the 10% level

\*\* Significance at the 5% level

\*\*\* Significance at the 1% level

**TABLE 5**

## EFFECT OF FAMILY OWNERSHIP ON DIVIDEND/TOTAL ASSETS

Variable	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7
C	0.436 (0.046)	0.611 (0.124)	0.197 (0.634)	0.457 (0.109)	0.366 (0.277)	0.507 (0.047)	0.380 (0.723)
FD*SIZE		0.024 (0.535)					
FD*ROA			- 0.006 (0.44)				
FD*M/B				0.000 (0.985)			
FD*LEV					1.294 (0.678)		
FD*TANG						0.206 (0.657)	
FD*TURN							-90.440 (0.944)
FD	-0.222** (0.024)	- 0.588 (0.329)	-0.064 (0.790)	- 0.230 (0.065)	-0.317 (0.225)	- 0.332 (0.184)	-0.207 (0.513)
SIZE	-0.023** (0.047)	- 0.033 0.145	-0.012 0.547	- 0.023 0.119	-0.018 0.327	- 0.024** 0.040	- 0.019 0.758
ROA	0.001 (0.277)	0.001 (0.344)	0.004 (0.334)	0.001 (0.445)	0.001 (0.631)	0.001 (0.328)	0.001 (0.788)
M/B	0.000 (0.712)	0.000 (0.652)	0.000 (0.974)	0.000 (0.760)	0.000 (0.795)	0.000 (0.690)	0.000 (0.821)
LEV	-0.088 (0.224)	- 0.091 (0.262)	-0.015 (0.896)	- 0.092 (0.334)	-0.588 (0.624)	- 0.070 (0.438)	-0.086 (0.515)
TANG	0.142** (0.027)	0.131* (0.052)	0.070 (0.492)	0.137** (0.037)	0.151* (0.076)	0.059 (0.775)	0.133 (0.114)
TURN	2.908 (0.363)	5.857 (0.224)	-2.291 (0.780)	3.863 (0.305)	4.135 (0.334)	3.643 (0.304)	2.744 (0.869)
AR(1)	0.000	0.012	0.058	0.001	0.009	0.000	0.001
AR(2)	0.433	0.564	0.765	0.284	0.691	0.187	0.884
Hansen(J-stat)	0.191	0.216	0.132	0.109	0.165	0.221	0.473
Adj R2	0.581	0.529	0.344	0.561	0.485	0.552	0.503

This table reports fixed effects multivariate regression results of family ownership on dividends per share of the firms. The sample comprises the 107 family and nonfamily firms and covers 2009 through 2016. Parentheses represents the P-value

\* Significance at the 10% level

\*\* Significance at the 5% level

\*\*\* Significance at the 1% level

**TABLE 6**

## EFFECT OF FAMILY OWNERSHIP ON DIVIDEND/TOTAL EQUITY

Variable	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7
C	0.457	1.228	0.231	0.522	0.320	0.652	0.105
	(0.105)	(0.320)	(0.636)	(0.280)	(0.671)	(0.322)	(0.959)
FD*SIZE		0.040					
		(0.651)					
FD*ROA			- 0.014				
			(0.235)				
FD*M/B				-0.002			
				(0.625)			
FD*LEV					3.183		
					(0.714)		
FD*TANG						-1.114	
						(0.571)	
FD*TURN							-723.940
							(0.714)
FD	-0.230**	- 1.098	-0.053	- 0.309	-0.538	0.057	-0.221
	(0.06)	(0.46)	(0.85)	(0.14)	(0.30)	(0.94)	(0.74)
SIZE	-0.023*	- 0.065	-0.014	- 0.025	-0.013	- 0.042	0.000
	(0.10)	(0.35)	(0.55)	(0.33)	(0.90)	(0.33)	(014)
ROA	0.001	0.001	0.009	0.001	0.001	0.001	0.003
	(0.42)	(0.64)	(0.17)	(0.59)	(0.85)	(0.57)	(0.62)
M/B	0.000	0.000	0.001	0.001	0.003	0.000	0.001
	(0.738)	(0.954)	(0.576)	(0.458)	(0.728)	(0.887)	(0.679)
LEV	-0.094	- 0.138	0.065	- 0.138	- 1.279	-0.233	- 0.029**
	(0.249)	(0.516)	(0.712)	(0.441)	(0.684)	(0.512)	(0.923)
TANG	0.137 **	0.263	0.077	0.193	0.225	0.735	0.187
	(0.042)	(0.169)	(0.582)	(0.099) *	(0.398)	(0.458)	(0.398)
TURN	3.869	4.502	-13.543	1.028	2.067	-2.548	- 8.053
	(0.300)	(0.674)	(0.343)	(0.891)	(0.856)	(0.820)	(0.755)
AR(1)	0.023	0.000	0.011	0.001	0.005	0.089	0.025
AR(2)	0.355	0.632	0.183	0.754	0.583	0.118	0.196
Hansen(J-Stat)	0.228	0.187	0.159	0.193	0.438	0.122	0.172
adj. R2	0.563	0.331	0.395	0.329	0.398	0.419	0.342

This table reports fixed effects multivariate regression results of family ownership on dividends per share of the firms. The sample comprises the 107 family and nonfamily firms and covers 2009 through 2016. Parentheses represents the P-value

\* Significance at the 10% level

\*\* Significance at the 5% level

\*\*\* Significance at the 1% level

## REFERENCES

- Ahmed H, Attiya J (2009) Dynamics and determinants of dividend policy in Pakistan: evidence from Karachi stock exchange non-financial firms. *Int J Finance Econ* 25:1–171
- Anderson RC, Reeb DM (2003) Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *J Financ* 58(3):1301–1327
- Arellano M, Bond S (1991) Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Rev Econ Stud* 58(2):277–297
- Baker HK, Dewasiri NJ, Yatiwelle Koralalage WB, Azeez AA (2019) Dividend policy determinants of Sri Lankan firms: a triangulation approach. *Manag Financ* 45(1):2–20
- Baker HK, Farrelly GE, Edelman RB (1985) A survey of management views on

- Baker HK, Powell GE (2000) Determinants of corporate dividend policy: a survey of NYSE firms. *Financial Pract Educ* 10:29–40
- Baron RM, Kenny DA (1986) The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic, and statistical considerations. *J Pers Soc Psychol* 51(6):1173
- Booth L, Aivazian V, Demircuc-Kunt A, Maksimovic V (2001) Capital structures in developing countries. *J Financ* 56(1):87–130
- Bostanci F, Kadioglu E, Sayilgan G (2018) Determinants of dividend payout decisions: a dynamic panel data analysis of Turkish stock market. *Int J Financial Stud* 6(4):93
- Bozec Y, Laurin C (2008) Large shareholder entrenchment and performance: empirical evidence from Canada. *J Bus Financ Acc* 35(1–2):25–49
- Bradley M, Jarrell GA, Kim E (1984) On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. *J Financ* 39(3):857–878
- Chang RP, Rhee SG (1990) The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions. *Financ Manag*:21–31
- Chao, X., Kou, G., Peng, Y., & Alsaadi, F. E. (2019). Behavior monitoring methods for trade-based money laundering integrating macro and micro prudential regulation: a case from China. *Technological and Economic Development of Economy*, 1-16. <https://doi.org/10.3846/tede.2019.9383>
- Dawson JF (2014) Moderation in management research: what, why, when, and how. *J Bus Psychol* 29(1):1–19
- De Cesari A (2012) Expropriation of minority shareholders and payout policy. *Br Account Rev* 44(4):207–220
- DeAngelo H, DeAngelo L (2000) Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: a study of the times Mirror company. *J Financ Econ* 56(2):153–207
- Denis DJ, Denis DK, Sarin A (1994) The information content of dividend changes: cash flow signaling, overinvestment, and dividend clienteles. *J Financ Quant Anal* 29(04):567–587
- Denis DJ, Osobov I (2008) Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *J Financ Econ* 89(1):62–82
- Faccio M, Lang LH, Young L (2001) Dividends and expropriation. *Am Econ Rev*:54–78
- Fama EF, French KR (2002) Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Rev Financ Stud* 15(1):1–33
- Gaver JJ, Gaver KM (1993) Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *J Account Econ* 16(1):125–160
- Gugler K, Yurtoglu BB (2003) Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *Eur Econ Rev* 47(4):731–758
- Hasan A, Butt SA (2009) Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistani listed companies. *Int J Business Management* 4(2):50–57
- Hu, Y., Wang, D., & Zhang, S. (2007). Founding family ownership, management, and payout policy. working paper, Temple University, University of Nebraska-Lincoln, and Marshall University
- Jensen GR, Solberg DP, Zorn TS (1992) Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *J Financ Quant Anal* 27(02):247–263
- Jensen MC (1986) Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Am Econ Rev*:323–329
- Kalay A (1982) Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints. *J Financ Econ* 10(2):211–233
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny RW (2000) Agency problems and dividend policies around the world. *J Financ* 55(1):1–33
- Lang LH, Litztenberger RH (1989) Dividend announcements: cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis? *J Financ Econ* 24(1):181–191
- Leuz C, Deller D, Stubenrath M (1998) An international comparison of accounting-based payout restrictions in the United States, United Kingdom and Germany. *Account Bus Res* 28(2):111–129
- Li D, Moshirian F, Pham PK, Zein J (2006) When financial institutions are large shareholders: the role of macro corporate governance environments. *J Financ* 61(6):2975–3007

- Mehta A (2012) An empirical analysis of determinants of dividend policy-evidence from the UAE companies. *Global Rev Account Finance* 3(1):18–31
- Niskanen J, Niskanen M (2004) Covenants and small business lending: the Finnish case. *Small Bus Econ* 23(2):137–149
- Novi SB, Pontoh W (2018) The moderating effect of shareholder features on dividend disbursement: evidence from Indonesia. *Invest Management Financial Innovations* 15(3):343
- Pattenden K, Twite G (2008) Taxes and dividend policy under alternative tax regimes. *J Corp Finan* 14(1):1–16
- Pruitt SW, Gitman LW (1991) The interactions between the investment, financing, and dividend decisions of major US firms. *Financ Rev* 26(33):409–430
- Roodman D (2009) How to do xtabond2: an introduction to difference and system GMM in Stata. *Stata J* 9(1):86–136
- Rozeff MS (1982) Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *J Financ Res* 5(3):249–259
- Saerang, D. P. E., & Pontoh, W. (2016). The role of ownership on behavior of dividend payers. *J Life Econ*, 3(4), 59-68. <https://doi.org/10.15637/jlecon.156>
- Thornton DB (1992) Costs of accounting to lenders: Canadian evidence. *Account Bus Res* 22(87):261–273
- Villalonga B, Amit R (2006) How do family ownership, control and management affect firm value? *J Financ Econ* 80(2):385–417
- Yusof Y, Ismail S (2016) Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Rev Int Business Strat* 26(1):88–99

## **TRANSLATED VERSION: SPANISH**

Below is a rough translation of the insights presented above. This was done to give a general understanding of the ideas presented in the paper. Please excuse any grammatical mistakes and do not hold the original authors responsible for these mistakes.

## **VERSION TRADUCIDA: ESPAÑOL**

A continuación se muestra una traducción aproximada de las ideas presentadas anteriormente. Esto se hizo para dar una comprensión general de las ideas presentadas en el documento. Por favor, disculpe cualquier error gramatical y no responsabilite a los autores originales de estos errores.

## **INTRODUCCIÓN**

"El gobierno corporativo es una filosofía y mecanismo que implica procesos y estructuras que facilitan la creación de valor para los accionistas a través de la gestión de los asuntos corporativos de tal manera que se garantice la protección del interés individual y colectivo de todos los grupos de interés" (Hasan & Butt, 2009, p.50).

El gobierno corporativo sólo proporciona modestamente un mecanismo a través del cual los inversores externos pueden protegerse contra la expropiación por parte de los expertos. Se asocia principalmente con la presencia de problemas de agencia, que pueden surgir cuando hay una separación de control y propiedad en una empresa.

Las emisiones de la agencia pueden existir entre los gerentes y propietarios o entre los propietarios controladores y los accionistas minoritarios. En particular, los problemas de propietario-gerente son menos en las empresas familiares, pero más prominentes entre un accionista de control y accionistas minoritarios (Jensen & Meckling, 1976). Este último caso puede atribuirse a escenarios en los que el control de los accionistas expropia la riqueza de los accionistas minoritarios. Las investigaciones existentes sobre finanzas también sostienen que las empresas familiares a menudo expropian la riqueza de los accionistas minoritarios

(De Cesari, 2012). Estas empresas deberían entonces pagar más dividendos en comparación con las empresas no familiares para superar los problemas de las agencias y reducir los costos de las agencias. Bozec y Laurin (2008) argumentan que los dividendos pueden ser un mecanismo de control en la gobernanza para reducir los costos de los organismos.

El panorama empresarial de Pakistán está dominado por empresas familiares. Alrededor del 59% de las empresas cotizadas no financieras pueden clasificarse como empresas de propiedad familiar (Shahab y Attiya, 2012). Estas empresas familiares son indispensables para el crecimiento económico de Pakistán. Los propietarios de empresas familiares controlan las empresas a través de la propiedad directa, una estructura piramidal o una estructura de propiedad cruzada. Estas empresas ofrecen convencionalmente más beneficios a los miembros de la familia (accionistas mayoritarios).

Algunos estudios encuentran que las empresas familiares pagan menos dividendos que las empresas no familiares (Attig et al., 2016; Lukas, 2017; Duygun et al., 2018). Por el contrario, la evidencia también sugiere que las empresas familiares pagan dividendos más altos para superar los conflictos de las agencias (Lukas, 2010). Hasta ahora, no hay una justificación concluyente que resuelva estas constataciones contradictorias. Nuestro objetivo aquí es examinar el efecto del control familiar en la política de dividendos de las empresas en Pakistán.

Además, estudios anteriores se centran en determinar los determinantes de la política de dividendos de la empresa (Baker y Powell, 2000; Ben et al., 2006; Denis y Osobov, 2008; Ahmed y Javid, 2009; Mehta, 2012; Yousaf e Ismail, 2016; 2019) sin segregar a las empresas familiares y no familiares. Por lo tanto, este documento contribuye a la línea de la literatura sobre los determinantes de la política de dividendos corporativos de dos maneras: en primer lugar, contabilizando el control de la familia; en segundo lugar, examinando el papel moderador del control familiar en «el impacto de los factores específicos de las empresas en la política de dividendos». Algunos inversores dan preferencia al rendimiento de dividendos sobre la ganancia de capital mientras diseñan sus carteras. Este estudio será útil para los inversores que demandan dividendos en la selección de acciones para carteras, ya que este estudio también explora si las empresas familiares pagan más dividendos o empresas no familiares. También será útil para los responsables políticos del país dominante de las empresas familiares, al tiempo que diseñan o reestructuran el código de gobierno corporativo para que las empresas dominantes de la familia protejan los derechos de los accionistas minoritarios.

Nuestro estudio es novedoso por tres factores: En primer lugar, los eruditos rara vez, si no alguna vez, han estudiado el objetivo declarado en el contexto de Pakistán. En segundo lugar, este estudio contribuye al corpus de literatura sobre la política de dividendos en las empresas centrándose en una economía emergente, haciéndola relevante para un gran grupo de países en rápido desarrollo en Asia y Africa. En tercer lugar, es particularmente importante estudiar la dinámica política firme en los países donde la mayoría de las empresas son de gestión familiar.

Para examinar el impacto del control familiar en la política de dividendos de las empresas en Pakistán, recopilamos datos de muestra de 103 empresas no financieras que van de 2009 a 2016 y los sometemos a análisis de datos de paneles utilizando el método generalizado de momentos (GMM). El documento restante se estructura de la siguiente manera: Después de proporcionar una visión general de la literatura existente en la sección 2, explicamos los datos, variables y metodología empírica en la sección 3. En la sección 4, presentamos y discutimos nuestros hallazgos, y luego concluimos en la sección 5.

## CONCLUSIÓN

El objetivo de este estudio era examinar el efecto del control familiar en la política de dividendos de las empresas del Pakistán. También investigó si el control familiar modera el impacto de factores específicos de las empresas en la política de dividendos. A tal efecto, se utilizó un modelo GMM para la estimación de datos de panel.

Encontramos que el valor medio de los dividendos de la empresa familiar es menor que el de las empresas no familiares. Por lo tanto, las empresas familiares pagan cantidades menores de dividendos a los accionistas. El análisis univariado reportó una diferencia significativa entre las empresas familiares y no

familiares con respecto a las características de la empresa, como dividendos, tamaño, rentabilidad, crecimiento, apalancamiento y tangibilidad. Es decir, las empresas familiares se comportan de manera diferente a las empresas no familiares en Pakistán.

El análisis multivariado reportó una relación negativa entre la propiedad de la familia y los dividendos. Deducimos así que las empresas familiares pagan cantidades más bajas de dividendos en Pakistán. Además, el tamaño de las empresas afecta inversamente a la política de dividendos, mientras que la tangibilidad le afecta positivamente. Los resultados indican que el control de la familia no modera el impacto de todos los factores específicos de la empresa (tamaño, rentabilidad, M/B, apalancamiento y tangibilidad) en la política de dividendos.

En general, se encontró que el control de la familia, el tamaño y la tangibilidad eran los principales determinantes de la política de dividendos de las empresas en Pakistán. Este estudio podría ayudar a los legisladores a establecer políticas que protejan los derechos de los accionistas minoritarios y ayudar a las empresas a idear mecanismos de gobernanza interna que reduzcan el uso indebido o el desperdicio del flujo de caja libre para obtener beneficios propios. Los legisladores también pueden proteger el derecho de los accionistas minoritarios al restringir a las empresas (especialmente a las empresas familiares) a pagar un nivel mínimo de pago de dividendos a los accionistas. Además, también sugiere que los accionistas minoritarios deben invertir en empresas no familiares en Pakistán si prefieren el rendimiento de los dividendos antes que la ganancia de capital en acciones.

Este estudio proporciona implicaciones útiles para los inversores y los responsables políticos de los mercados emergentes. Sin embargo, debemos reconocer las pocas limitaciones de este estudio. En primer lugar, este estudio sólo se centra en las empresas financieras no financieras, en lugar de centrarse en las empresas financieras y no financieras para examinar el impacto del control de la familia en la política de dividendos en el Pakistán. En segundo lugar, este estudio sólo se centra en el impacto del control familiar en la política de dividendos, pero no estima el impacto del control familiar en las decisiones de financiación e inversión de las empresas. En tercer lugar, este estudio considera a todas las empresas familiares como un grupo, pero algunos grupos familiares pueden ser diferentes de otros grupos familiares en el comportamiento de pago de dividendos. Para futuras investigaciones, también se puede estudiar la política de dividendos de diferentes grandes grupos familiares para proporcionar información detallada a los inversores.

## **TRANSLATED VERSION: FRENCH**

Below is a rough translation of the insights presented above. This was done to give a general understanding of the ideas presented in the paper. Please excuse any grammatical mistakes and do not hold the original authors responsible for these mistakes.

## **VERSION TRADUITE: FRANÇAIS**

Voici une traduction approximative des idées présentées ci-dessus. Cela a été fait pour donner une compréhension générale des idées présentées dans le document. Veuillez excuser toutes les erreurs grammaticales et ne pas tenir les auteurs originaux responsables de ces erreurs.

## **INTRODUCTION**

« La gouvernance d'entreprise est une philosophie et un mécanisme qui impliquent des processus et une structure qui facilitent la création de valeur pour les actionnaires par la gestion des affaires de l'entreprise de manière à assurer la protection de l'intérêt individuel et collectif de toutes les parties prenantes » (Hasan et Butt, 2009, p.50).

La gouvernance d'entreprise ne fournit que modestement un mécanisme par lequel les investisseurs extérieurs peuvent se protéger contre l'expropriation par des initiés. Elle est principalement associée à la présence de problèmes d'agence, qui peuvent survenir lorsqu'il y a séparation de contrôle et de propriété dans une entreprise.

Les problèmes d'agence peuvent exister entre les gestionnaires et les propriétaires ou entre les propriétaires majoritaires et les actionnaires minoritaires. Il est à savoir que les problèmes des propriétaires-gérants sont moins nombreux dans les entreprises familiales, mais plus importants entre un actionnaire majoritaire et des actionnaires minoritaires (Jensen et Meckling, 1976). Ce dernier cas peut être attribué à des scénarios dans lesquels les actionnaires majoritaires exproprient la richesse des actionnaires minoritaires. Les recherches existantes sur la finance soutiennent également que les entreprises familiales exproprient souvent la richesse des actionnaires minoritaires (De Cesari, 2012). Ces entreprises devraient alors verser plus de dividendes par rapport aux entreprises non familiales pour surmonter les problèmes des agences et réduire les coûts des agences. Bozec et Laurin (2008) soutiennent que les dividendes peuvent être un mécanisme de contrôle de la gouvernance pour réduire les coûts des agences.

Le paysage des affaires au Pakistan est dominé par des entreprises familiales. Environ 59 % des entreprises non cotées en bourse peuvent être classées comme entreprises familiales (Shahab et Attiya, 2012). Ces entreprises familiales sont indispensables à la croissance économique du Pakistan. Les propriétaires d'entreprises familiales contrôlent les entreprises par le biais d'une propriété directe, d'une structure pyramidale ou d'une structure de propriété croisée. Ces entreprises offrent traditionnellement plus d'avantages aux membres de la famille (actionnaires majoritaires).

Certaines études constatent que les entreprises familiales versent moins de dividendes que les entreprises non familiales (Attig et coll., 2016; Lukas, 2017; Duygun et coll., 2018). Au contraire, les données suggèrent également que les entreprises familiales versent des dividendes plus élevés pour surmonter les conflits d'agence (Lukas, 2010). Jusqu'à présent, il n'existe aucune justification concluante qui résout ces conclusions contradictoires. Notre objectif ici est d'examiner l'effet du contrôle familial sur la politique de dividendes des entreprises au Pakistan.

De plus, des études antérieures portent sur la détermination des déterminants de la politique de dividendes de l'entreprise (Baker et Powell, 2000; Ben et coll., 2006; Denis et Osobov, 2008; Ahmed et Javid, 2009; Mehta, 2012; Yousaf et Ismail, 2016; Baker et coll. 2019) sans séparer les entreprises familiales et non familiales. Ainsi, cet article contribue au volet de la littérature sur les déterminants de la politique de dividendes des entreprises de deux façons : premièrement, en tenant compte du contrôle familial; deuxièmement, en examinant le rôle modérant du contrôle familial sur « l'impact de facteurs spécifiques à l'entreprise sur la politique de dividendes ». Certains investisseurs donnent la préférence au rendement des dividendes par rapport au gain en capital lors de la conception de leurs portefeuilles. Cette étude sera utile pour les investisseurs exigeant des dividendes dans le choix des actions pour les portefeuilles, car cette étude explore également si les entreprises familiales versent plus de dividendes ou les entreprises non familiales. Il sera également utile aux décideurs du pays dominant des entreprises familiales tout en concevant ou en restructurant le code de gouvernance d'entreprise pour les entreprises familiales dominantes afin de protéger les droits des actionnaires minoritaires.

Notre étude est nouvelle pour trois facteurs : premièrement, les chercheurs ont rarement, sinon jamais, étudié l'objectif déclaré dans le contexte du Pakistan. Deuxièmement, cette étude contribue au corpus de littérature sur la politique de dividendes dans les entreprises en se concentrant sur une économie émergente, la rendant ainsi pertinente pour un grand groupe de pays en développement rapide en Asie et en Afrique. Troisièmement, il est particulièrement important d'étudier la dynamique des politiques fermes dans les pays où la plupart des entreprises sont gérées par des familles.

Afin d'examiner l'impact du contrôle familial sur la politique de dividendes des entreprises au Pakistan, nous recueillons des données échantillonnées de 103 entreprises non financières allant de 2009 à 2016 et les soumettons à l'analyse des données du panel à l'aide de la méthode généralisée des moments (GMM). Le document restant est structuré comme suit : Après avoir donné un aperçu de la littérature existante à la section 2, nous expliquons les données, les variables et la méthodologie empirique de la section 3. À la section 4, nous présentons et discutons de nos constatations, puis nous concluons à l'article 5.

## CONCLUSION

L'objectif de cette étude était d'examiner l'effet du contrôle familial sur la politique de dividendes des entreprises au Pakistan. Il a également examiné si le contrôle familial modère l'incidence de facteurs propres à l'entreprise sur la politique de dividendes. À cet effet, un modèle GMM a été utilisé pour l'estimation des données des panneaux.

Nous avons constaté que la valeur moyenne des dividendes de l'entreprise familiale est inférieure à celle des entreprises non familiales. Ainsi, les entreprises familiales versent moins de dividendes aux actionnaires. L'analyse univariée a fait état d'une différence significative entre les entreprises familiales et non familiales en ce qui concerne les caractéristiques de l'entreprise telles que les dividendes, la taille, la rentabilité, la croissance, l'effet de levier et la tangibilité. C'est-à-dire que les entreprises familiales se comportent différemment des entreprises non familiales au Pakistan.

L'analyse multivariée a fait état d'une relation négative entre la propriété familiale et les dividendes. Nous en déduisons donc que les entreprises familiales versent des dividendes inférieurs au Pakistan. De plus, la taille de l'entreprise influe inversement sur la politique de dividendes, tandis que la tangibilité l'affecte positivement. Les résultats indiquent que le contrôle familial ne modère pas l'impact de tous les facteurs propres à l'entreprise (taille, rentabilité, M/B, effet de levier et tangibilité) sur la politique de dividendes.

Dans l'ensemble, le contrôle familial, la taille et la tangibilité se sont révélés être les principaux déterminants de la politique de dividendes des entreprises au Pakistan. Cette étude pourrait aider les législateurs à établir des politiques qui protègent les droits des actionnaires minoritaires et aident les entreprises à concevoir des mécanismes de gouvernance interne qui réduisent l'utilisation abusive ou le gaspillage des flux de trésorerie disponibles pour leurs propres avantages. Les législateurs peuvent également protéger le droit des actionnaires minoritaires en restreignant les sociétés (en particulier les entreprises familiales) à verser un seuil minimum de versement de dividendes aux actionnaires. En outre, il suggère également que les actionnaires minoritaires investissent dans des entreprises non familiales au Pakistan s'ils préfèrent le rendement des dividendes au gain en capital en actions.

Cette étude apporte des implications utiles aux investisseurs et aux décideurs dans les marchés émergents. Toutefois, nous devrions reconnaître les quelques limites de cette étude. Premièrement, cette étude ne porte que sur les sociétés financières non financières, au lieu de se concentrer sur les entreprises financières et non financières pour examiner l'impact du contrôle familial sur la politique de dividendes au Pakistan. Deuxièmement, cette étude se concentre uniquement sur l'impact du contrôle familial sur la politique de dividendes, mais elle n'estime pas l'impact du contrôle familial sur les décisions de financement et d'investissement des entreprises. Troisièmement, cette étude considère toutes les entreprises familiales comme un seul groupe, mais certains groupes familiaux peuvent être différents des autres groupes familiaux dans le comportement de versement de dividendes. Pour les recherches futures, la politique de dividendes des différents grands groupes familiaux peut également être étudiée afin de fournir des informations approfondies aux investisseurs.

#### **TRANSLATED VERSION: GERMAN**

Below is a rough translation of the insights presented above. This was done to give a general understanding of the ideas presented in the paper. Please excuse any grammatical mistakes and do not hold the original authors responsible for these mistakes.

#### **ÜBERSETZTE VERSION: DEUTSCH**

Hier ist eine ungefähre Übersetzung der oben vorgestellten Ideen. Dies wurde getan, um ein allgemeines Verständnis der in dem Dokument vorgestellten Ideen zu vermitteln. Bitte entschuldigen Sie alle grammatikalischen Fehler und machen Sie die ursprünglichen Autoren nicht für diese Fehler verantwortlich.

## **EINLEITUNG**

"Corporate Governance ist eine Philosophie und ein Mechanismus, die Prozesse und Strukturen mit sich bringt, die die Schaffung von Shareholder Value durch Management der Unternehmensangelegenheiten so erleichtern, dass der Schutz des individuellen und kollektiven Interesses aller Stakeholder gewährleistet wird" (Hasan & Butt, 2009, S.50).

Corporate Governance bietet nur bescheiden einen Mechanismus, durch den sich externe Investoren vor Enteignung durch Insider schützen können. Es ist vor allem mit dem Vorhandensein von Agenturproblemen verbunden, die auftreten können, wenn es eine Trennung von Kontrolle und Eigentum in einem Unternehmen gibt.

Die Agenturfragen können zwischen Managern und Eigentümern oder zwischen kontrollierenden Eigentümern und Minderheitsaktionären bestehen. Bemerkenswert ist, dass die Probleme zwischen Eigentümern und Managern in Familienunternehmen geringer sind, aber zwischen einem Mehrheitsaktionär und Minderheitsaktionären stärker ausgeprägt sind (Jensen & Meckling, 1976). Der letztgenannte Fall kann auf Szenarien zurückgeführt werden, in denen kontrollierende Aktionäre das Vermögen von Minderheitsaktionären enteignen. Die bereits bestehende Finanzforschung behauptet auch, dass Familienunternehmen oft das Vermögen von Minderheitsaktionären enteignen (De Cesari, 2012). Diese Unternehmen sollten dann mehr Dividenden zahlen als Familienunternehmen, um Agenturprobleme zu überwinden und die Agenturkosten zu senken. Bozec und Laurin (2008) argumentieren, dass Dividenden ein Kontrollmechanismus in der Governance sein können, um die Agenturkosten zu senken.

Die pakistanische Geschäftslandschaft wird von Familienunternehmen dominiert. Rund 59 % der nichtfinanziellen börsennotierten Unternehmen können als Familienunternehmen eingestuft werden (Shahab und Attiya, 2012). Diese Familienunternehmen sind für das Wirtschaftswachstum Pakistans unverzichtbar. Eigentümer von Familienunternehmen kontrollieren Unternehmen durch direktes Eigentum, eine Pyramidenstruktur oder eine Crossholding-Eigentümerstruktur. Diese Unternehmen bieten den Familienangehörigen (Mehrheitsaktionären) konventionell mehr Nutzen.

Einige Studien zeigen, dass Familienunternehmen weniger Dividenden zahlen als Familienunternehmen (Attig et al., 2016; Lukas, 2017; Duygun et al., 2018). Umgekehrt deuten auch Hinweise darauf hin, dass Familienunternehmen höhere Dividenden zahlen, um Agenturkonflikte zu überwinden (Lukas, 2010). Bisher gibt es keine schlüssige Begründung, die diese widersprüchlichen Feststellungen auflöst. Unser Ziel hierin ist es, die Auswirkungen der Familienkontrolle auf die Dividendenpolitik von Unternehmen in Pakistan zu untersuchen.

Darüber hinaus konzentrieren sich frühere Studien auf die Bestimmung der Determinanten der Dividendenpolitik des Unternehmens (Baker und Powell, 2000; Ben et al., 2006; Denis und Osobov, 2008; Ahmed und Javid, 2009; Mehta, 2012; Yousaf und Ismail, 2016; Baker et al. 2019), ohne die Familien- und Familienunternehmen zu trennen. So trägt dieses Papier auf zweierlei Weise zum Literaturstrang über die Determinanten der Dividendenpolitik von Unternehmen bei: erstens durch die Bilanzierung der Familienkontrolle; zweitens, indem die mäßigende Rolle der Familienkontrolle auf "die Auswirkungen unternehmensspezifischer Faktoren auf die Dividendenpolitik" untersucht wird. Einige Anleger bevorzugen die Dividendenrendite gegenüber dem Kapitalgewinn, während sie ihre Portfolios entwerfen. Diese Studie wird für Dividenden-anspruchsvolle Anleger bei der Auswahl von Aktien für Portfolios hilfreich sein, da diese Studie auch untersucht, ob Familienunternehmen mehr Dividenden zahlen oder Nicht-Familienunternehmen. Es wird auch für die politischen Entscheidungsträger des dominierenden Landes der Familienunternehmen hilfreich sein, während sie den Corporate-Governance-Kodex für familienbeherrschende Unternehmen entwerfen oder umstrukturieren, um die Rechte von Minderheitsaktionären zu schützen.

Unsere Studie ist für drei Faktoren neu: Erstens haben Wissenschaftler selten, wenn nicht jemals, das erklärte Ziel im Kontext Pakistans untersucht. Zweitens trägt diese Studie zum Korpus der Literatur über die Dividendenpolitik in Unternehmen bei, indem sie sich auf eine aufstrebende Wirtschaft konzentriert und sie somit für eine große Gruppe von Schnellentwicklungsländern in Asien und Afrika relevant macht. Drittens

ist es besonders wichtig, die politische Dynamik der Unternehmen in Ländern zu untersuchen, in denen die meisten Unternehmen in Familienunternehmen geführt werden.

Um die Auswirkungen der Familienkontrolle auf die Dividendenpolitik von Unternehmen in Pakistan zu untersuchen, erheben wir Stichprobendaten von 103 nichtfinanziellen Unternehmen im Jahr 2009 bis 2016 und unterziehen sie einer Panel-Datenanalyse nach der allgemeinen Methode der Momente (GMM). Das restliche Papier ist wie folgt aufgebaut: Nachdem wir einen Überblick über die bestehende Literatur in Abschnitt 2 gegeben haben, erklären wir die Daten, Variablen und empirischen Methoden in Abschnitt 3. In Abschnitt 4 stellen wir unsere Ergebnisse vor und diskutieren sie und schließen dann in Abschnitt 5 ab.

## **SCHLUSSFOLGERUNG**

Ziel dieser Studie war es, die Auswirkungen der Familienkontrolle auf die Dividendenpolitik von Unternehmen in Pakistan zu untersuchen. Sie untersuchte auch, ob die Familienkontrolle die Auswirkungen unternehmensspezifischer Faktoren auf die Dividendenpolitik mäßigt. Zu diesem Zweck wurde ein GMM-Modell für die Paneldatenschätzung verwendet.

Wir stellten fest, dass der Mittelwert der Dividenden des Familienunternehmens niedriger ist als der der Familienunternehmen. So zahlen Familienunternehmen geringere Dividendenbeträge an die Aktionäre. Die univariate Analyse berichtete über einen signifikanten Unterschied zwischen Familien- und Familienunternehmen in Bezug auf Unternehmensmerkmale wie Dividenden, Größe, Rentabilität, Wachstum, Hebelwirkung und Greifbarkeit. Das heißt, Familienunternehmen verhalten sich anders als familienfremde Unternehmen in Pakistan.

Die multivariate Analyse berichtete von einem negativen Verhältnis zwischen Familieneigentum und Dividenden. Daraus schließen wir, dass Familienunternehmen in Pakistan niedrigere Dividenden zahlen. Darüber hinaus wirkt sich die Unternehmensgröße umgekehrt auf die Dividendenpolitik aus, während sich die Spürbarkeit positiv auf sie auswirkt. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass die Familienkontrolle die Auswirkungen aller unternehmensspezifischen Faktoren (Größe, Rentabilität, M/B, Hebelwirkung und Greifbarkeit) auf die Dividendenpolitik nicht mäßigt.

Insgesamt wurden Familienkontrolle, Größe und Greifbarkeit als die wichtigsten Determinanten der Dividendenpolitik von Unternehmen in Pakistan gefunden. Diese Studie könnte den Gesetzgebern dabei helfen, Strategien zu entwickeln, die die Rechte von Minderheitsaktionären schützen und Unternehmen bei der Entwicklung interner Governance-Mechanismen unterstützen, die den Missbrauch oder die Verschwendung von freiem Cashflow zu eigenen Vorteilen verringern. Der Gesetzgeber kann auch das Recht von Minderheitsaktionären schützen, indem er die Unternehmen (insbesondere Familienunternehmen) auf die Zahlung eines Mindestschwennenniveaus für die Dividendenausschüttung an die Aktionäre beschränkt. Darüber hinaus schlägt sie vor, dass Minderheitsaktionäre in Familienunternehmen in Pakistan investieren sollten, wenn sie die Dividendenrendite gegenüber dem Kapitalgewinn in Aktien bevorzugen.

Diese Studie liefert nützliche Auswirkungen für Investoren und politische Entscheidungsträger in Schwellenländern. Wir sollten jedoch die wenigen Einschränkungen dieser Studie anerkennen. Erstens konzentriert sich diese Studie nur auf nichtfinanzielle Finanzunternehmen, anstatt sich auf Finanz- und Nichtfinanzunternehmen zu konzentrieren, um die Auswirkungen der Familienkontrolle auf die Dividendenpolitik in Pakistan zu untersuchen. Zweitens konzentriert sich diese Studie nur auf die Auswirkungen der Familienkontrolle auf die Dividendenpolitik, schätzt jedoch nicht die Auswirkungen der Familienkontrolle auf Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen der Unternehmen ab. Drittens betrachtet diese Studie alle Familienunternehmen als eine Gruppe, aber einige Familiengruppen können sich bei der Dividendenzahlung von anderen Familiengruppen unterscheiden. Für die zukünftige Forschung kann auch die Dividendenpolitik verschiedener großer Familiengruppen untersucht werden, um Investoren fundierte Informationen zu liefern.

## **TRANSLATED VERSION: PORTUGUESE**

Below is a rough translation of the insights presented above. This was done to give a general understanding of the ideas presented in the paper. Please excuse any grammatical mistakes and do not hold the original authors responsible for these mistakes.

## **VERSÃO TRADUZIDA: PORTUGUÊS**

Aqui está uma tradução aproximada das ideias acima apresentadas. Isto foi feito para dar uma compreensão geral das ideias apresentadas no documento. Por favor, desculpe todos os erros gramaticais e não responsabilize os autores originais responsáveis por estes erros.

## **INTRODUÇÃO**

"A governança corporativa é uma filosofia e mecanismo que envolve processos e estrutura que facilitam a criação de valor para os acionistas por meio da gestão dos assuntos corporativos de forma a garantir a proteção do interesse individual e coletivo de todos os stakeholders" (Hasan & Butt, 2009, p.50).

A governança corporativa apenas modestamente fornece um mecanismo através do qual os investidores externos podem se proteger contra a desapropriação por pessoas de dentro. Está principalmente associada à presença de problemas de agência, que podem surgir quando há uma separação de controle e propriedade em uma empresa.

As questões da agência podem existir entre gerentes e proprietários ou entre proprietários controladores e acionistas minoritários. Notavelmente, os problemas entre proprietários e gerentes são menos proeminentes entre um acionista controlador e acionistas minoritários (Jensen & Meckling, 1976). Este último caso pode ser atribuído a cenários em que os acionistas controladores expropriam a riqueza dos acionistas minoritários. Pesquisas anteriores sobre finanças também afirmam que as empresas familiares muitas vezes expropriam a riqueza dos acionistas minoritários (De Cesari, 2012). Essas empresas devem, então, pagar mais dividendos em comparação com empresas não familiares para superar os problemas das agências e reduzir os custos das agências. Bozec e Laurin (2008) argumentam que os dividendos podem ser um mecanismo de controle na governança para reduzir os custos das agências.

O cenário empresarial paquistanês é dominado por empresas familiares. Cerca de 59% das empresas listadas não financeiras podem ser classificadas como empresas familiares (Shahab e Attiya, 2012). Essas empresas familiares são indispensáveis para o crescimento econômico do Paquistão. Proprietários de empresas familiares controlam empresas através de propriedade direta, uma estrutura de pirâmide ou uma estrutura de propriedade transversal. Essas empresas convencionalmente oferecem mais benefícios aos membros da família (acionistas majoritários).

Alguns estudos constatam que as empresas familiares pagam menos dividendos do que as empresas não familiares (Attig et al., 2016; Lukas, 2017; Duygun et al., 2018). Ao contrário, as evidências também sugerem que as empresas familiares pagam dividendos mais altos para superar conflitos de agências (Lukas, 2010). Até agora, não há nenhuma prova conclusiva que resolva esses achados contraditórios. Nosso objetivo aqui é examinar o efeito do controle familiar sobre a política de dividendos das empresas no Paquistão.

Além disso, estudos anteriores se concentram em determinar os determinantes da política de dividendos da empresa (Baker e Powell, 2000; Ben et al., 2006; Denis e Osobov, 2008; Ahmed e Javid, 2009; Mehta, 2012; Yousaf e Ismail, 2016; Baker et al. 2019) sem segregar as empresas familiares e não familiares. Assim, este artigo contribui para a vertente da literatura sobre os determinantes da política de dividendos corporativos de duas formas: primeiro, por contabilidade do controle familiar; em segundo lugar, examinando o papel moderador do controle familiar sobre "o impacto de fatores específicos da empresa na política de dividendos". Alguns investidores dão preferência ao rendimento de dividendos sobre o ganho de capital ao projetar suas carteiras. Este estudo será útil para investidores exigentes de dividendos na seleção de ações para carteiras, pois este estudo também explora se as empresas familiares pagam mais dividendos ou empresas não familiares. Também será útil para os formuladores de políticas do país dominante das

empresas familiares, ao projetar ou reestruturar o código de governança corporativa para empresas dominantes da família para proteger os direitos dos acionistas minoritários.

Nosso estudo é novo para três fatores: Primeiro, os estudiosos raramente, se nunca, estudaram o objetivo declarado no contexto do Paquistão. Em segundo lugar, este estudo contribui para o corpus da literatura sobre a política de dividendos nas empresas, focando-se em uma economia emergente, tornando-a relevante para um grande grupo de países em rápido desenvolvimento na Ásia e África. Em terceiro lugar, é particularmente importante estudar a dinâmica das políticas firmes em países onde a maioria das empresas é familiar.

Para examinar o impacto do controle familiar na política de dividendos das empresas no Paquistão, coletamos dados amostrais de 103 empresas não financeiras que variam de 2009 a 2016 e os submetemos à análise de dados de painéis usando o método generalizado de momentos (GMM). O restante do trabalho é estruturado da seguinte forma: Após fornecer uma visão geral da literatura já extante na seção 2, explicamos os dados, variáveis e metodologia empírica na seção 3. Na seção 4, apresentamos e discutimos nossas descobertas, e depois concluímos na seção 5.

## CONCLUSÃO

O objetivo deste estudo foi examinar o efeito do controle familiar sobre a política de dividendos das empresas no Paquistão. Também investigou se o controle familiar modera o impacto de fatores específicos da empresa na política de dividendos. Para isso, foi utilizado um modelo GMM para estimativa de dados do painel.

Descobrimos que o valor médio dos dividendos da empresa familiar é menor do que o das empresas não familiares. Assim, as empresas familiares pagam valores menores de dividendos aos acionistas. A análise univariada relatou uma diferença significativa entre empresas familiares e não familiares em relação a características firmes, como dividendos, tamanho, rentabilidade, crescimento, alavancagem e tangibilidade. Ou seja, as empresas familiares se comportam de forma diferente das empresas não familiares no Paquistão.

A análise multivariada relatou relação negativa entre propriedade familiar e dividendos. Inferimos, assim, que as empresas familiares pagam menores quantidades de dividendos no Paquistão. Além disso, o tamanho firme afeta inversamente a política de dividendos, enquanto a tangibilidade a afeta positivamente. Os resultados indicam que o controle familiar não modera o impacto de todos os fatores específicos da empresa (tamanho, rentabilidade, M/B, alavancagem e tangibilidade) na política de dividendos.

No geral, o controle familiar, o tamanho e a tangibilidade foram considerados os principais determinantes da política de dividendos das empresas no Paquistão. Este estudo poderia ajudar os legisladores a estabelecer políticas que protejam os direitos dos acionistas minoritários e ajudem as empresas a elaborar mecanismos de governança interna que reduzam o uso indevido ou o desperdício de fluxo de caixa livre para benefícios próprios. Os legisladores também podem proteger o direito dos acionistas minoritários restringindo as empresas (especialmente empresas familiares) a pagar o nível mínimo de pagamento de dividendos aos acionistas. Além disso, também sugere que os acionistas minoritários devem investir em empresas não familiares no Paquistão se preferirem o rendimento de dividendos em vez do ganho de capital em ações.

Este estudo fornece implicações úteis para investidores e formuladores de políticas em mercados emergentes. No entanto, devemos reconhecer as poucas limitações deste estudo. Em primeiro lugar, este estudo se concentra apenas em empresas financeiras não financeiras, em vez de se concentrar em empresas financeiras e não financeiras para examinar o impacto do controle familiar sobre a política de dividendos no Paquistão. Em segundo lugar, este estudo foca apenas no impacto do controle familiar na política de dividendos, mas não estima o impacto do controle familiar nas decisões de financiamento e investimento das empresas. Em terceiro lugar, este estudo considera todas as empresas familiares como um grupo, mas alguns grupos familiares podem ser diferentes de outros grupos familiares no comportamento de pagamento de dividendos. Para pesquisas futuras, a política de dividendos de diferentes grandes grupos familiares também pode ser estudada para fornecer informações aprofundadas aos investidores.